资源与环境研究中心

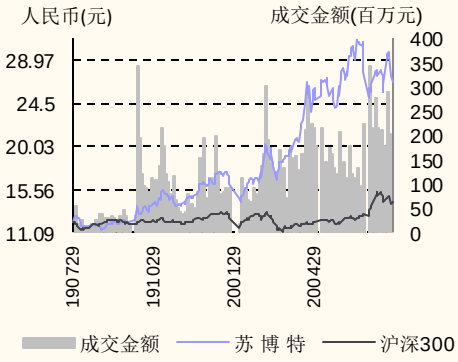
苏博特 (603916.SH) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：26.73 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.11
已上市流通 A 股(亿股)	1.32
总市值(亿元)	83.03
年内股价最高最低(元)	29.88/25.15
沪深 300 指数	4528
上证指数	3205



减水剂行业龙头，多维度强化竞争优势

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,316	3,307	3,835	4,848	5,773
营业收入增长率	37.88%	42.78%	15.98%	26.41%	19.08%
归母净利润(百万元)	268	354	467	575	691
归母净利润增长率	100.61%	32.01%	31.84%	23.02%	20.19%
摊薄每股收益(元)	0.868	1.141	1.504	1.850	2.224
每股经营性现金流净额	-0.32	1.25	0.44	0.74	1.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.87%	14.82%	15.97%	17.70%	17.97%
P/E	12.88	14.80	17.77	14.45	12.02
P/B	1.66	2.19	2.84	2.56	2.16

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **布局基建支撑国内经济发展，混凝土外加剂需求量持续提升。**基础设施建设是拉动经济增长的主要方向之一，而今年受到疫情影响，国内外经济都受到不同程度的冲击，进出口贸易影响较大，刺激消费和加大投资是拉动经济回暖的主要措施。伴随国内疫情得到有效控制，我国的基础建设进度快速恢复，投资增加带动了混凝土外加剂产品的需求稳步提升。
- **下游混凝土添加剂企业集中度提升，行业向规范式发展，龙头企业相对受益。**随着我国商业混凝土的推广，商品混凝土的渗透率持续提升，随着监管环保等要求逐步趋严，商品混凝土行业的集中度不断提升，带动混凝土外加剂使用更为规范，行业集中度长期有望逐步提升。公司在泰州基地和大英基地项目将相继投产，为公司迅速扩展减水剂产能，助力公司在行业持续整合的过程中，加速占领市场，提升行业市场份额。
- **公司作为添加剂行业的龙头，技术、品牌和产业链优势突出。**公司拥有 270 人左右的研发团队，2019 年公司研发支出 1.71 亿元，占营收的 5.17%，产品质量和技术水平行业领先，在高要求的工程类项目中的竞争优势较为凸显，能够获取更高的技术服务溢价；公司在全国多区域进行布局，基本已经构建了相对全面的销售网络，实现了多区域的协调发展，随着公司在各大区域生产基地的进一步完善，公司将有望进一步加深在行业中的竞争优势，构建规模和品牌优势；同时依托聚醚、母液、成品的长链条布局，公司在节约成本的同时亦能保证专项产品生产要求，维持良好的盈利水平。
- **生产+服务结合布局，定制化产品减弱产品价格下行空间，原料价格低位有望短期提升公司产品盈利空间。**公司多年来构建生产+定制服务的销售格局使得公司更为贴近需求终端，依托技术及服务，公司可以获得相对更高的产品溢价，减水剂产品虽然受到原料影响，但整体波动相对较小，因而受到原油价格低位影响，成本下行有望在短期提升公司整体产品的盈利空间。

投资建议

- 预测公司 2020-2022 年，营业收入分别为 38.35、48.48、57.73 亿元，归母净利润为 4.67、5.75、6.91 亿元，EPS 分别为 1.50、1.85、2.22 元，公司为行业龙头，市场份额领先，产品盈利较高，给予公司 22 倍估值，2020 年对应目标价 33 元，给予“增持”评级。

风险提示

- 行业竞争激烈拉低盈利；下游需求不达预期；小规模企业退出不达预期；原材料价格波动风险；限售股股票解禁风险。

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiying@gjzq.com.cn

王明辉 联系人
wangmh@gjzq.com.cn

内容目录

一、混凝土减水剂行业龙头，发展版图持续扩充.....4
1.1、多年深耕减水剂行业，不断完善版图布局.....4
1.2、多年内化研究“基因”，持续创新构建竞争软实力.....6
1.3、收购检测中心，丰富现有业务布局.....7
二、把握行业整合机遇，多方面强化企业竞争优势.....9
2.1、一体化布局构筑成本优势，定制化服务积极把握终端客户.....9
2.2、需求稳步提升，格局优化提供企业发展机遇.....10
2.3、多年布局累积经验，差异化定位打造高端盈利空间.....12
三、产能扩充持续布局市场，原料价格回落增厚盈利空间.....14
3.1、两大基地产能持续扩充，提升公司发展空间.....14
3.2、原料价格回落，成本回归有望增厚产品盈利空间.....15
四、投资建议及盈利预测.....16
4.1、公司作为行业龙头，竞争优势不断凸显.....16
4.2、盈利预测.....17
五、风险提示.....18

图表目录

图表 1：公司多年来持续扩展发展版图.....4
图表 2：减水剂产品分类.....5
图表 3：公司历年的营收情况（百万元）.....5
图表 4：公司扣非归母净利润变化情况（百万元）.....5
图表 5：公司历年的营业利润情况（百万元）.....6
图表 6： 公司各产品毛利率变化.....6
图表 7：公司股权结构图.....6
图表 8：行业内公司研发支出情况（百万元）.....7
图表 9：行业内公司的研发支出占比情况.....7
图表 10：公司为客户定制生产过程.....7
图表 11：检测中心营收及盈利变化（百万元）.....8
图表 12：我国检测行业营收变化情况（亿元）.....8
图表 13：我国建筑业总产值变化（亿元）.....8
图表 14：混凝土减水剂产业链结构（以萘系、聚羧酸系为例）.....9
图表 15：行业内企业高性能减水剂产品毛利率变化.....10
图表 16：我国建筑业持续发展.....10
图表 17：我国商用混凝土产量变化（亿立方米）.....10
图表 18：我国水泥行业开工情况.....11
图表 19：我国主要钢厂螺纹钢周度产量及库存（万吨）.....11
图表 20：机制砂对减水剂的需求量增大.....11

图表 21：我国商品混凝土产量及渗透率（亿立方米）.....12
图表 22：我国聚羧酸减水剂消费量变化（万吨）.....12
图表 23：苏博特聚羧酸减水剂销量（万吨）.....12
图表 24：公司各区域销售收入（百万元）.....13
图表 25：公司各类产品销量变化（万吨）.....13
图表 26：公司减水剂产能变化情况（合成产能，万吨）.....14
图表 27：公司产能在建项目.....14
图表 28：行业内不同公司销售区域分布情况.....15
图表 29：行业内公司销售费用占比情况.....15
图表 30：行业内公司销售运输费用占比情况.....15
图表 31：环氧乙烷及原油价格变化情况.....16
图表 32：外加剂产品生产成本占比.....16
图表 33：公司高性能减水剂销售单价同原材料价格变化（元/吨）.....16
图表 34：公司未来 3 年产品盈利预测.....17
图表 35：同行业估值情况对比.....18

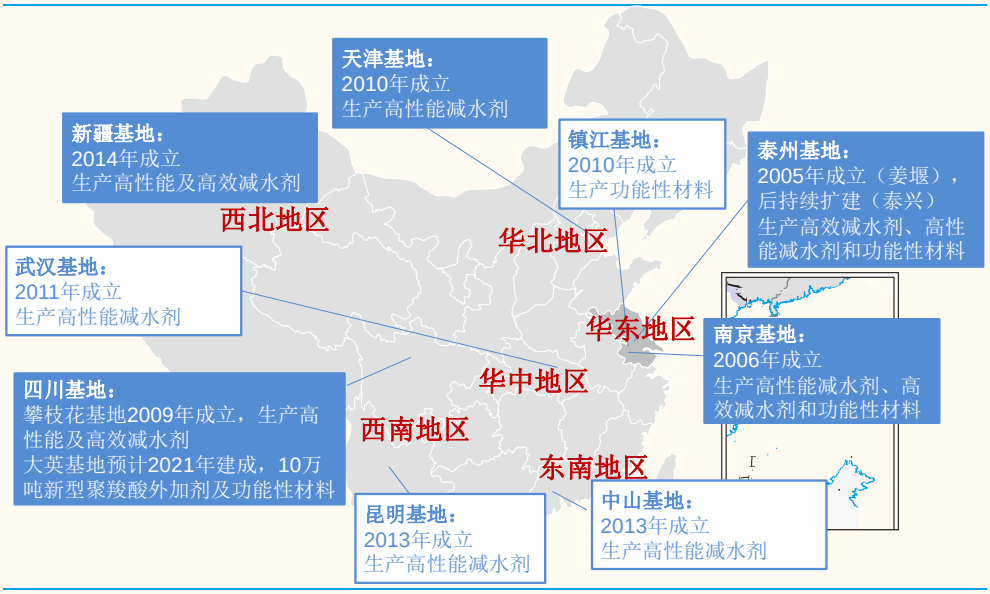
一、混凝土减水剂行业龙头，发展版图持续扩充

1.1、多年深耕减水剂行业，不断完善版图布局

- **持续深耕混凝土外加剂业务，减水剂领域龙头。**公司自 2004 年成立以来，专注于混凝土添加剂产品的生产和销售，经过 10 多年深耕，公司成为国内混凝土领域减水剂行业龙头，2014-2019 年连续蝉联中国混凝土外加剂企业综合评比第一位。经过多年的发展，公司在聚羧酸系、萘系、脂肪族系等减水剂领域，耐久性提升、裂缝控制等功能性材料领域多方布局，形成了高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料三大混凝土外加剂领域；2019 年，公司收购江苏省建筑工程质量检测中心，在原有材料生产的基础拓展技术服务业务，不断扩展公司的发展空间。

- **多基础布局，构建全国生产销售发展网络。**公司自成立以来，以江苏作为公司发展的大本营，先后进行西南、华北、华中、东南、西北等区域基地布局，形成多基地布局销售的发展网络。 目前公司形成了以泰州、南京、天津、新疆为主的合成生产基地，和以武汉、昆明、中山、南昌等为主的复配基地，借助多区域的基地布局基础，公司逐步构建了 9 大销售大区网络，形成了覆盖全国的专属定制化生产能力，从而不断提升公司的发展空间。

图表 1：公司多年来持续扩展发展版图



来源：公司公告，国金证券研究所

- **混凝土外加剂产品不断升级，公司应势扩展巩固市场。**公司多年来专注于减水剂等生产领域，集中布局于高效减水剂及高性能减水剂领域。随着我国工程施工水平的不断提升，对于减水剂的要求不断升级，高性能减水剂成为行业发展的主要方向。公司以高效减水剂和高性能减水剂双产品为基础，满足下游施工的多样化产品需求。

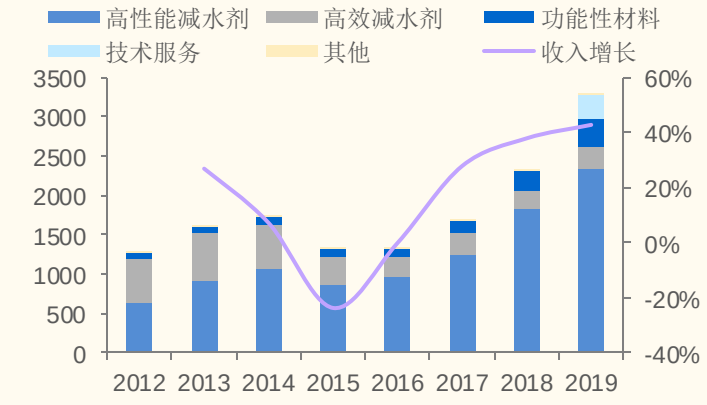
图表 2：减水剂产品分类

特点	第一代 普通减水剂	第二代 高效减水剂	第三代 高性能减水剂
种类	木质素磺酸盐类减水剂	萘系、脂肪族系、氨基磺酸盐、密胺系减水剂	聚羧酸系减水剂
减水率	8%-13%	14-24%	>25%
优缺点	性能波动大，不适用于冬季施工与预应力混凝土	适应性强，经济系好，在中低强度混凝土应用	低掺量，高减水，可调控性强，应用于高强，超高强，高耐久性，超流态混凝土
国际市场	基本不使用	发达国家使用早，使用量逐年降低	发达国家使用量 60%以上
国内市场	少量改性复合使用	国内使用量较大，但有下行趋势	是减水剂应用的主要方向

来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

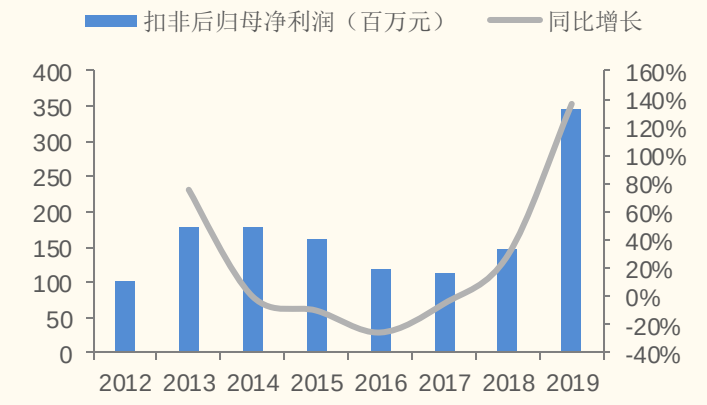
- 同时公司在减水剂的基础上，扩展了减水剂助剂、裂缝控制材料、耐久性提升材料、高性能水泥基材料等功能性材料，单独或连同减水剂进行复配销售，为下游混凝土应用提供一揽子产品的供应服务，在扩产发展方向的基础上，加大同下游客户的深度合作，提升市场影响。
- 随着我国城乡建设持续推进，房地产及基础设施投资带动下，下游混凝土需求持续提升，而减水剂作为需求占比最大的混凝土外加剂产品，市场需求在持续提升。除 2015 年受下游需求放缓及产品更替等影响，公司营收有所下行，后续随着公司布局逐步完善，供应能力不断提升，公司的业绩持续增长，第三代高性能减水剂产品占比持续提升。2019 年，公司实现营业收入 33.07 亿元，同比增长 42.8%，归母净利润 3.54 亿元，同比增长 32%，其中高性能减水剂实现同比 27.8%增长，功能性材料实现同比 50.9%增长。

图表 3：公司历年的营收情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司扣非归母净利润变化情况（百万元）

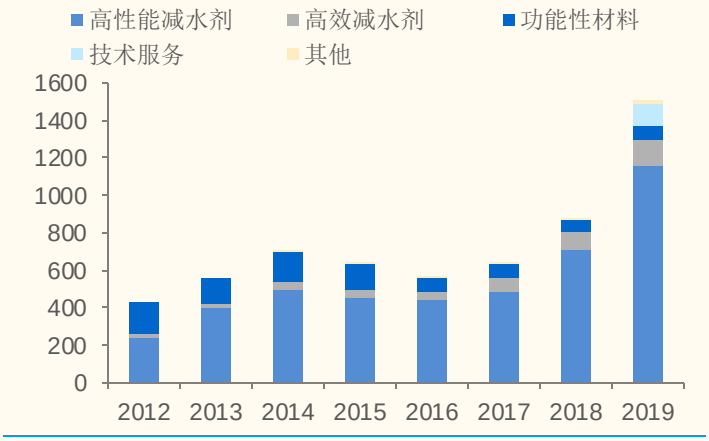


来源：公司公告，国金证券研究所

- **产品结构逐渐优化，高性能减水剂占比提升。**2015 年以来，公司持续调整内部产品结构，顺应行业发展需要，加大对高性能减水剂的推广力度，高性能减水剂产品迅速放量，占比不断提升；同时在功能性材料方面，公司持续进行产品种类的扩展，加深同下游客户的粘性，巩固客户基础。随着公司内部产品结构的不断调整，公司整体的盈利能力不断加强，在波动中实现中枢上移。2019 年，受益于高性能减水剂盈利水平的回升，公司整体

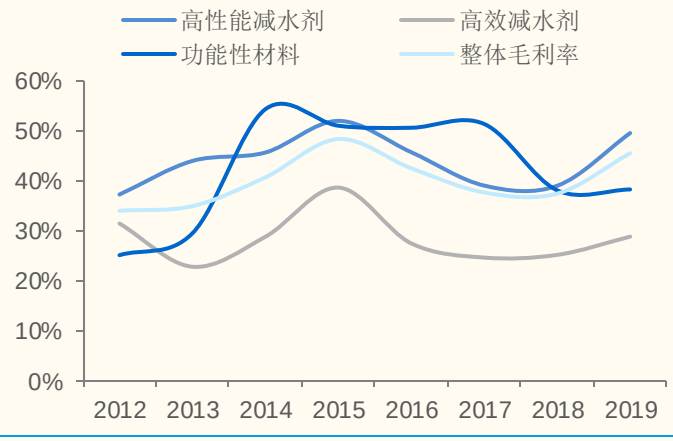
毛利率提升至 45.44%，2020 年一季度，高性能减水剂原材料价格的大幅下行，公司整体毛利率进一步提升。

图表 5：公司历年的营业利润情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司各产品毛利率变化

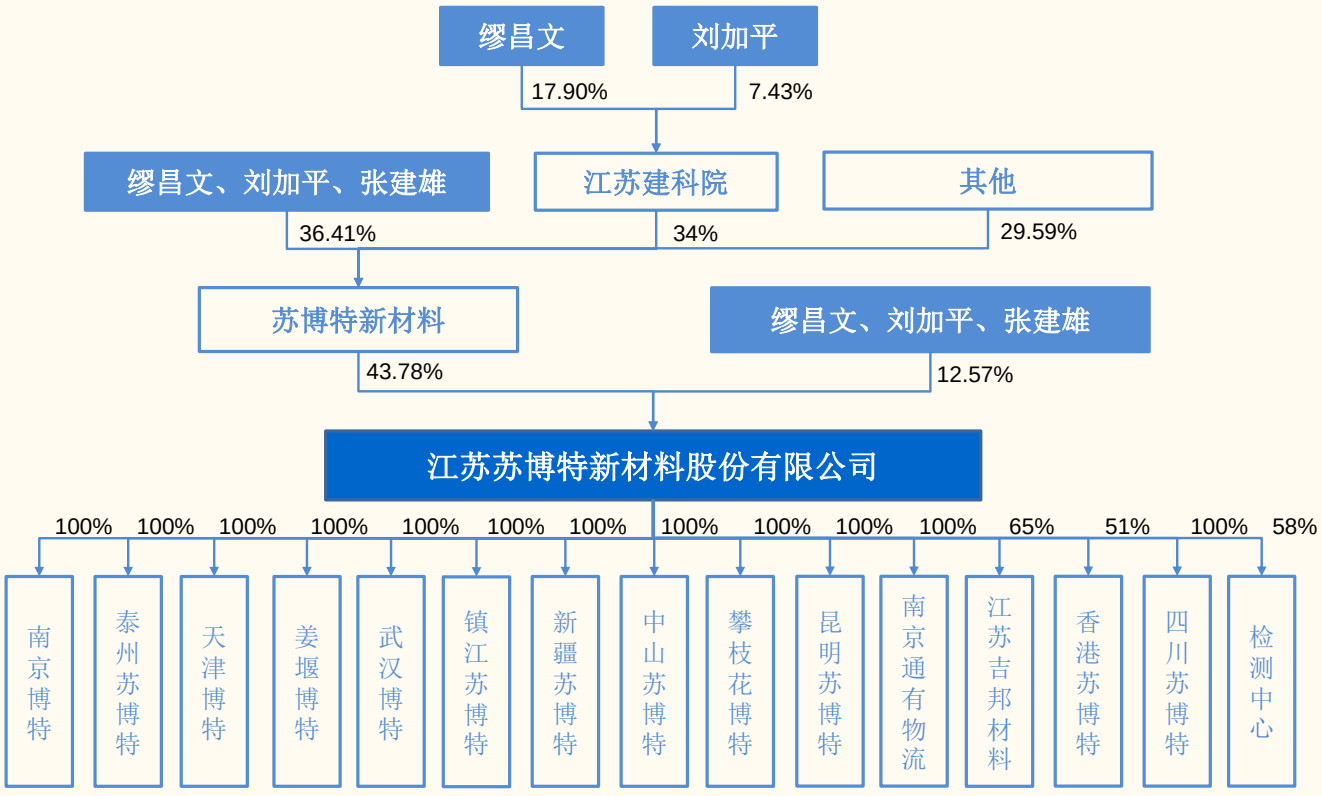


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、多年内化研究“基因”，持续创新构建竞争软实力

- **江苏建科院研究团队创办，多年构筑深厚的研究底蕴。**公司实际控制人缪昌文等带领研究团队在 20 世纪 80 年代就开始持续进行混凝土方向研发，经过不断的研究创新，2004 年江苏建科院的研究团队依托多年来在混凝土外加剂等领域的积淀，创办江苏苏博特，成功实现了减水剂的产业化生产。公司由研发团队创办，公司实际控制人及众多管理人员具有良好的技术研发基础，更有行业研究专家，以研办企的发展历程使得公司具有深厚的技术研发底蕴。

图表 7：公司股权结构图

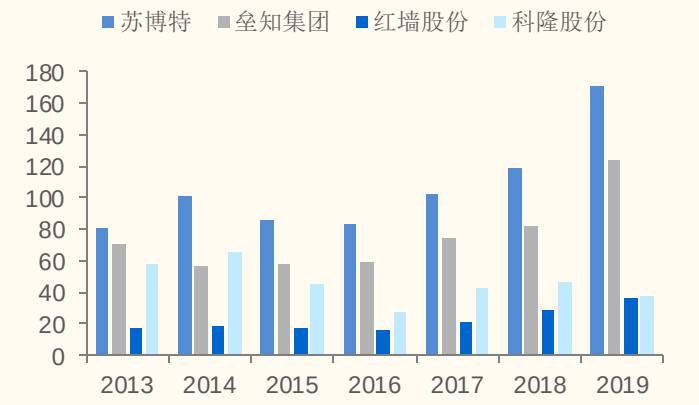


来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前公司研发人员 270 人左右，是“国家认定企业技术中心”，形成了涵盖核心原料、合成与聚合、高性能外加剂、混凝土应用的专利池。公司多年来构建了良好的研发基础，设有高性能减水剂、功能性助剂、功能性水泥基材料、水泥基材料裂缝控制、高性能混凝土、交通工程材料、外加剂应用技术、新技术示范与推广等八个专业研究所和分析测试中心，配备全球行业领先的研究设备，为公司持续进行技术创新和新产品研发提供良好的平台基础。

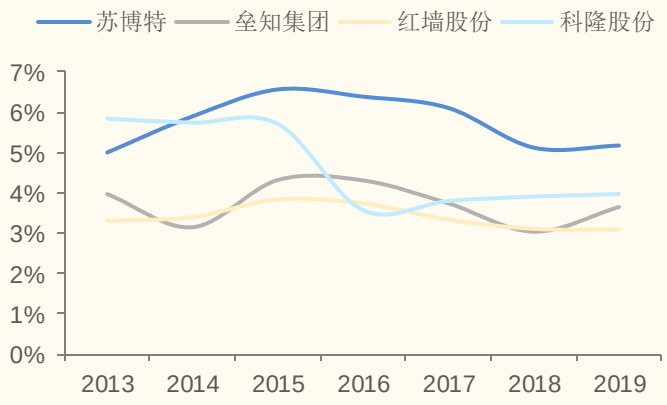
- **持续高效的研发投入，成果激励推动提升创新效率。**公司以研发作为企业发展的核心基础，多年来持续进行高水平的研发投入，2019 年，公司研发支出 1.71 亿元，占营业收入的 5.17%，较行业内其他竞争对手高出 1-2 百分点。同时公司以市场为导向进行技术研发创新，在解决实际工程问题过程中，实现研发的成果转化，并通过项目成果激励机制，提高公司的产品创新能力和产品应用范围。

图表 8：行业内公司研发支出情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

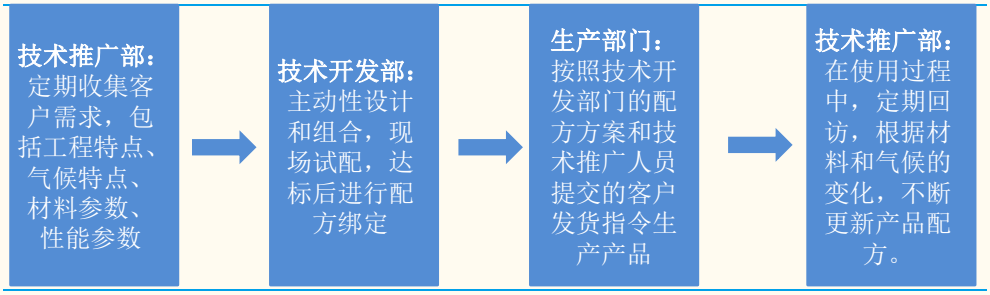
图表 9：行业内公司的研发支出占比情况



来源：Wind，国金证券研究所

- **技术实力助力市场开发，多年构建竞争软实力。**依托多年的技术积累，公司逐步构建为客户定制开发能力，根据不同工程的技术要求，实现重点工程的专项产品研发，在进行高端定制产品销售的同时，同下游客户深度合作，助力公司进行长期的市场开发。目前公司的产品广泛应用于核电、水利、高铁、能源、交通、市政、港口等工程，并在三峡水电站、田湾核电站、京沪高铁、港珠澳大桥等国家及地方重点工程、特大工程中获得应用，不断强化了公司的品牌价值。

图表 10：公司为客户定制生产过程



来源：公司公告，国金证券研究所

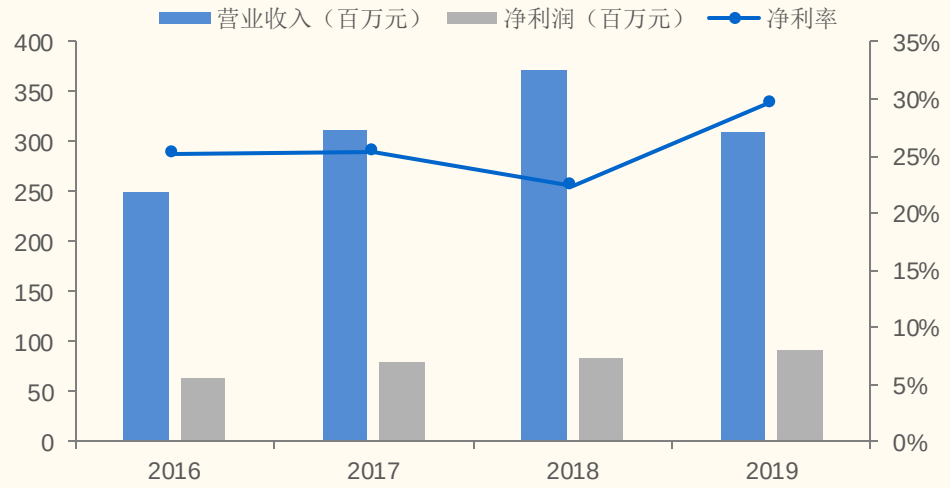
1.3、收购检测中心，丰富现有业务布局

- **收购检测中心 58%股权，拓展检测领域业务。**2019 年，公司以 3.886 亿元收购江苏省建筑工程质量检测中心 58%的股权，在现有混凝土添加剂领域基础上，业务延伸至工程质量检测领域。检测中心的客户相关检测需求通常为必需环节，客户大多都存在分散多样、差异明显、单份报告金额较小、批量多的特点，公司自 1985 年成立至今，经过多年的积淀，业务涉

及建筑、交通、市政、铁路、商品检验、进出口检验、司法检验等多个领域，是江苏省内检测范围最广的检测机构，能够为客户提供一站式服务。

- 2019 年，检测中心实现净利润 9200 万元，2017-2019 年复合增速约为 13.5%，根据公司收购时的业绩承诺 2020 年、2021 年，检测中心实现合并报表中的净利润不低于 8800、9200 万元。检测中心对单一客户依赖程度低，整体业务相对平稳，公司通过收购，有望丰富现有业务结构，打造多元化发展基础，拓展盈利相对平稳的业务。

图表 11：检测中心营收及盈利变化（百万元）

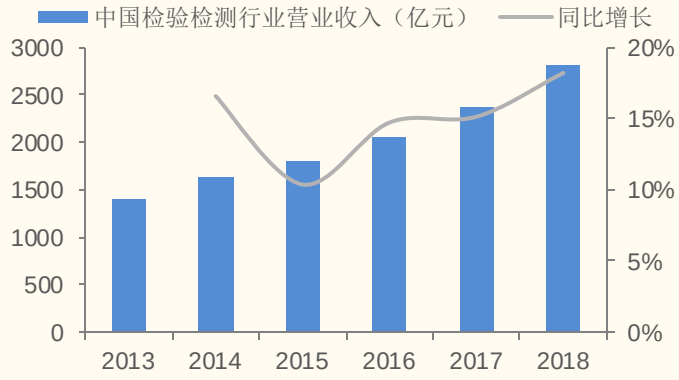


注：2019 年检测中心营收以公司技术服务营收近似计算

来源：公司公告，国金证券研究所

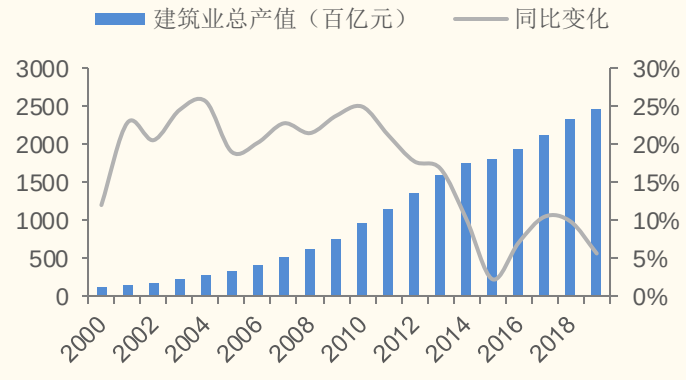
- **检测市场需求持续提升，推动检测业务稳步发展。**随着我国质检行业的持续发展，我国的检验检测行业的规模持续提升，2018 年，我国检验检测行业营业收入约为 2811 亿元，同比增长 18.21%，5 年复合增速达到 15%，随着国内经济的持续发展，我国的检验检测行业需求仍在持续提升。2018 年，我国拥有 3.95 万家检测机构，其中建筑工程检测机构约占 16.8%，随着我国建筑业的持续发展，建筑检测工程需求仍将持续提升。同时伴随着建筑要求逐步升级，建筑工程中新材料、新工艺、新结构不断出现，建筑工程的检验检测能力的要求不断升级，技术要求将推动重点项目工程向头部集中，实现领先检测机构的持续发展。

图表 12：我国检测行业营收变化情况（亿元）



来源：国家质检总局，国金证券研究所

图表 13：我国建筑业总产值变化（亿元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **协同检测中心进行技术合作布局，提升公司整体的研发实力。**作为行业领先的检测机构，检测中心在对建筑材料、建筑装饰装修材料以及建设工程质量进行检测时需要同时具备对新材料的研发和鉴别能力，不断保证在技术和研发方面的领先优势，因而检测中心需时时更新自身技术研发，跟随

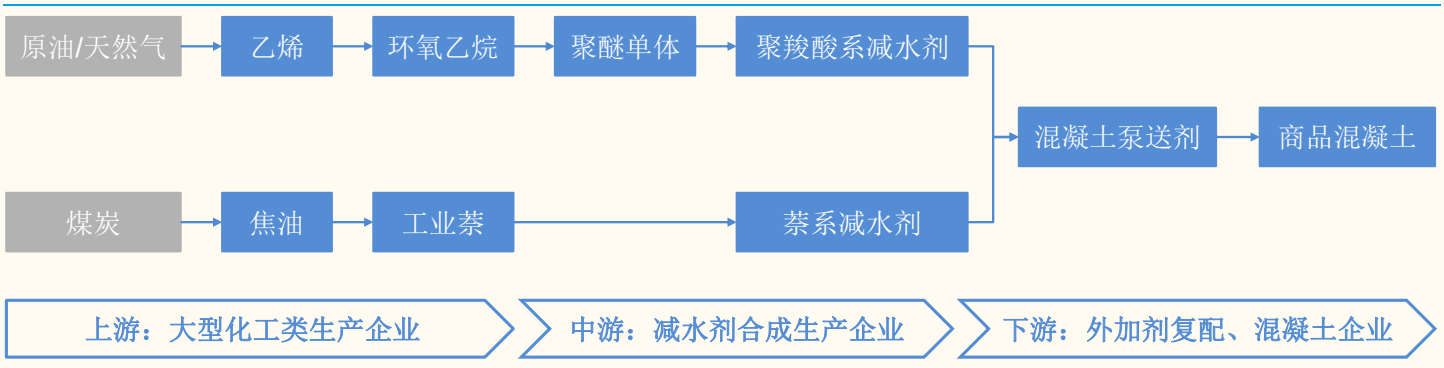
新材料的应用方向。而公司作为混凝土外加剂的行业龙头，亦需要不断了解多元化的市场需求和产品方向，在新材料领域持续布局突破以保证长久的发展。通过此次并购，公司有望结合检测中心的研发实力和公司自身的创新能力，实现新材料领域的技术共享和合作，通过双方的品牌优势，协同互助开发市场。

二、把握行业整合机遇，多方面强化企业竞争优势

2.1、一体化布局构筑成本优势，定制化服务积极把握终端客户

- **布局环节向前推进，满足多样化及成本管控双重需求。**在混凝土减水剂产业链中，以煤、油为起始原料，经化工分离合成后形成初级材料，经聚醚生产企业合成单体，由减水剂合成企业进行减水剂合成生产，后经产品复配调试后，提供混凝土企业生产使用。在行业中，多数减水剂生产企业，受到规模及区域性限制，或者外采聚醚单体进行合成生产，或者采购减水剂母液进行复配，生产成本相对较高。
- 公司成立以来，积极进行多区域布局，不断扩展下游客户，依托不断提升的市场份额，建立合成+复配一体化的产线布局。借助公司的规模优势自主合成生产，把控生产质量，形成规模化的成本管控；同时依托公司深厚的研发实力和积累的数据经验，直接对接下游客户，为下游客户提供定制服务，获取更高的产品附加值。而在此基础上，公司将产业链进一步前移，以环氧乙烷为原料，进行聚醚单体自制，在满足自己多元化单体需求的同时，通过一体化布局进一步强化成本优势，在生产方面节约成本，在销售方面通过服务提升产品附加值。

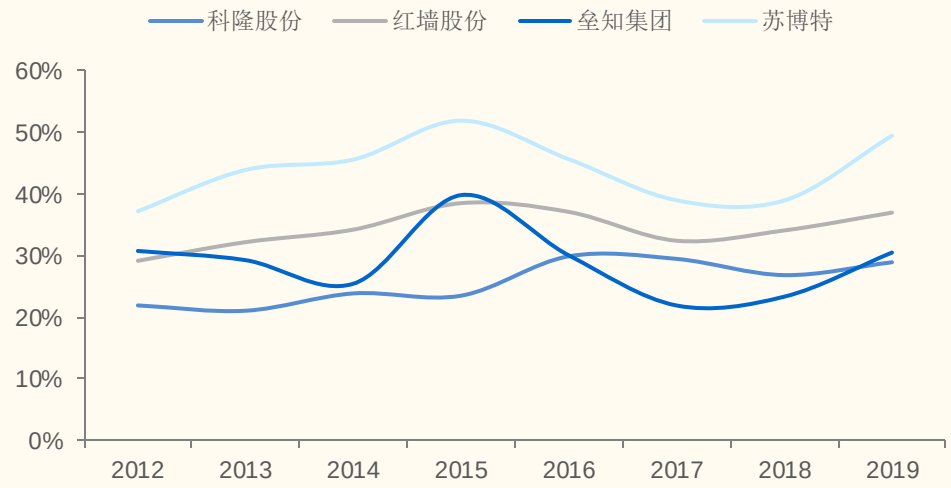
图表 14：混凝土减水剂产业链结构（以萘系、聚羧酸系为例）



来源：公开资料，国金证券研究所

- **以顾问式营销服务对接终端客户，提升客户粘性，累积数据提升产品适用范围。**公司多年从事减水剂生产，通过合成复配一体化布局以直销模式对接下游客户。而由于我国的地理范围辽阔，不同的矿物、砂石等混凝土原料的质地具有差异，不同的施工环境温差、干湿等对产品要求亦有差异，根据不同客户对施工工程的不同要求，公司采用顾问式营销方式，以减水剂产品为基础，为客户提供个性化技术解决方案，根据特定的项目要求，进行产品生产和现场技术指导，叠加产品和服务方案，同下游客户进行深度合作。目前公司与中铁建、中国中铁、中国交建和中建材等大型国有控股企业建立了长期的业务往来。同时通过持续的技术改进，公司的产品在全国多个省市的核电、水利、高铁、能源、交通、市政等多个建筑领域获得应用，并不断累积公司产品应用数据库，通过配方研究持续扩充产品的适用范围。
- 凭借前段的成本管控和后段的技术服务，公司产品的盈利水平位居行业领先地位，在周期波动中维持较高水平。同时借助定制服务结构，公司不断累积经验和数据，在进行复配过程中，添加功能性材料，进一步提升公司现有产品的销售，同时强化同客户之间的深度合作。

图表 15：行业内企业高性能减水剂产品毛利率变化



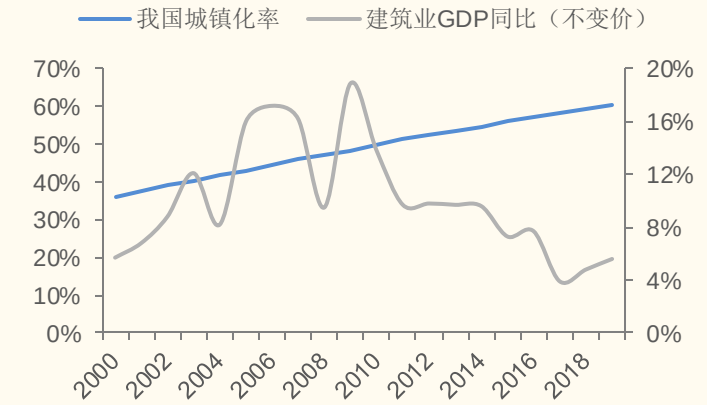
注：垒知集团数据为公司外加剂新材料产品毛利率

来源：Wind，国金证券研究所

2.2、需求稳步提升，格局优化提供企业发展机遇

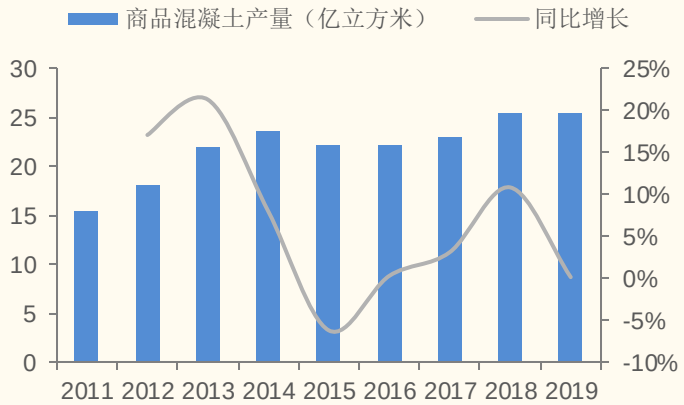
- **城镇化持续推进，国内建筑业持续发展。**多年来，我国城镇化率持续提升，城镇化建设持续推进，国内的建筑业获得持续发展。近年来，虽然整体房地产投资、基础设施建设投资同比增速从高位有所回落，进入中低速发展阶段，但仍是固定资产投资的重要方向。作为拉动经济增长的三驾马车之一，平稳持续投资建设是保证国内经济发展重要方向之一。

图表 16：我国建筑业持续发展



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：我国商用混凝土产量变化（亿立方米）



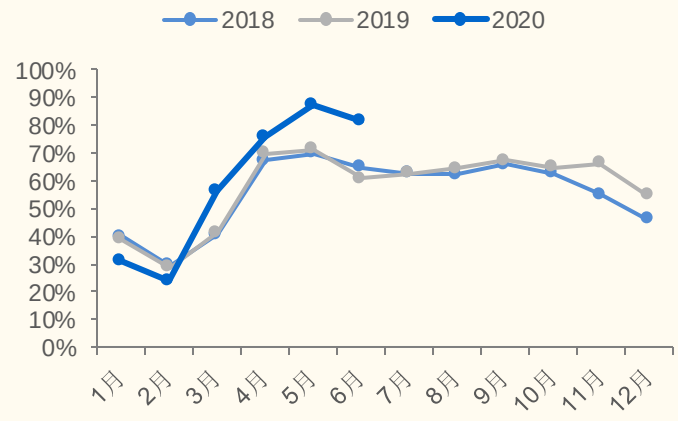
来源：中国混凝土网，国金证券研究所

- 今年以来国内外先后爆发新冠肺炎疫情，国内由于人员隔离要求，国内生产服务行业复工普遍推迟，3 月下旬至 4 月，国内疫情得到有效控制，但海外疫情爆发，使得我国进出口贸易受到较大影响。目前来看，国内消费在持续恢复，短期贸易仍有较大影响，因而国内投资尤其是基础设施建设投资是拉动经济发展的重要方向之一。
- 一季度由于国内疫情隔离要求，国内建筑行业复工情况明显推迟，1 季度整体的工程建设情况同比有明显的下滑；但由于 1 季度本为国内的施工淡季，短期的冲击影响有限，在国内疫情获得有效控制后，国内的建筑施工恢复迅速，主要的工程施工材料，如水泥、螺纹钢的开工率迅速回升，3、4、5 月水泥连续三个月开工高于历史水平，螺纹钢的周度开工迅速回升，同时仍然不断消化疫情累积的高产品库存。可以说，在疫情得到控制后，我国的工程施工恢复有序，经过近 1 个月的时间，至 4 月份，国内工程施

工逐步回归正轨，部分项目更是加紧建设，以挽回受损工期，也带动了混凝土添加剂需求快速回归增长。

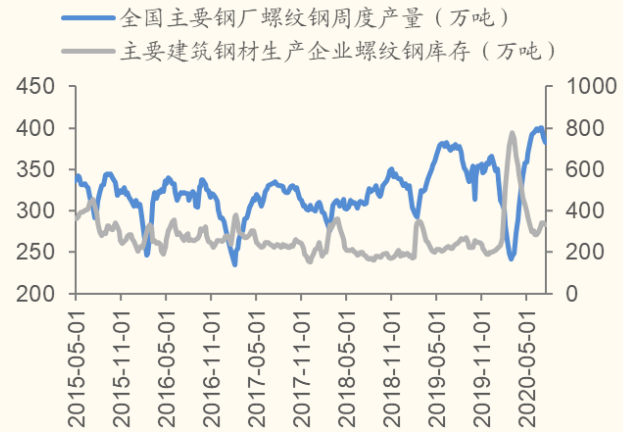
- **南方降雨短期影响产品运输和建筑施工，后期加速赶工有望带动需求加速回升。**进入 6 月，南方普遍进入降雨集中期，一定程度影响建筑施工进度，因而在短期对上游建筑材料的需求略有减少。今年进入 6 月份，我国南方持续降雨造成部分地区出现洪涝灾害，下游工程施工受到较大影响，带动上游水泥等建材需求短期下行，但随着降水的逐步缓解，下游建筑施工将快速恢复，赶工需求将带动上游建筑材料需求快速提升，实现下游需求的延迟集中释放。

图表 18：我国水泥行业开工情况



来源：百川资讯，国金证券研究所

图表 19：我国主要钢厂螺纹钢周度产量及库存（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

- **机制砂使用占比提升，减水剂使用量持续提升。**减水剂为混凝土中减少拌合用水量的外加剂，在改善混凝土性能的基础上，减少单位用水量，节约水泥用量。随着我国建筑行业对混凝土需求不断提升，作为混凝土主要骨料的天然砂资源有限，难以有效供给，机制砂成为混凝土中的主要的骨料材料。由于国内砂石需求量不断提升，采砂带来的环境破坏日益加大，但仍难以满足下游的建筑需求，因而国内逐步采用机制砂代替天然砂，至 2018 年机制砂的应用占比约为 8 成。机制砂由天然岩石破碎而成，相比于天然砂，表面积明显增加，含泥量增加，稀释了减水剂的效用，使得减水剂单位需求量持续提升。

图表 20：机制砂对减水剂的需求量增大

机制砂岩石种类	石灰岩	片麻岩	花岗岩	凝灰岩	辉绿岩
MB 值	1	1.5	1.5	2	2.75
吸水率	0.824	0.713	0.788	2.649	1.403

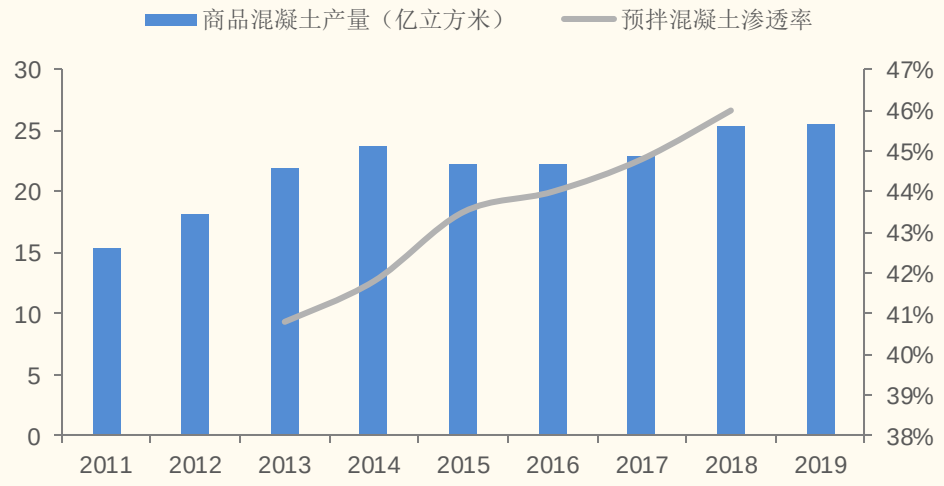
注：MB 值，亚甲蓝值，MB 值越大表明吸附性越强。

来源：CNKI，国金证券研究所

- **商品混凝土持续推行，添加剂应用持续规范，带动减水剂需求稳步发展。**相比于海外发达国家，我国的商品混凝土发展时间相对较晚，至 20 世纪 90 年代，国内商品混凝土获得了快速发展。2003 年，我国商务部、公安部、建设部、交通部发布了《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》，大力推广了商品混凝土的发展。2019 年我国的商品混凝土产量约为 25.5 亿立方米，商品混凝土渗透率仍然不足一半，相比于海外发达国家 7-8 成的渗透率仍处于较低水平。
- 近年来，我国对建筑工程监管的要求不断提升，通过商品混凝土推广，可以促使产品质量获得有效把控监管，大大规范混凝土添加剂的有效使用。同时，不同区域的混凝土材料差异较大，随着商品混凝土的集中生产，不

同材质对于添加计的使用更具针对性，带动混凝土添加剂产品的要求标准逐步升级，减水剂需求稳步发展。

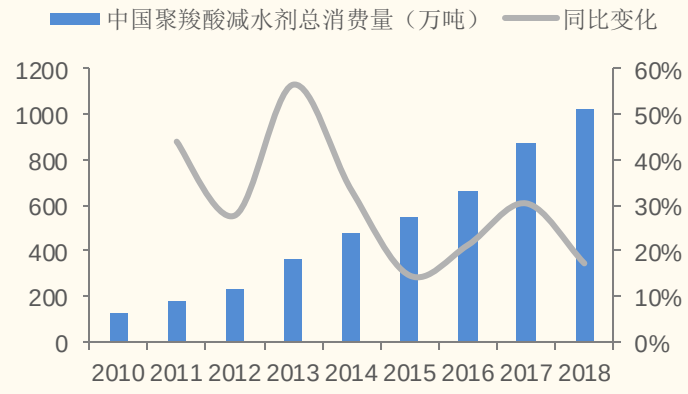
图表 21：我国商品混凝土产量及渗透率（亿立方米）



来源：中国混凝土与水泥制品协会，中国混凝土网，国金证券研究所

- **混凝土外加剂行业小规模企业众多，行业高度分散。**在外加剂发展早期，初级产品技术要求较低，区域性应用使用使得巨头难以进行大规模集中生产，门槛较低使得行业内集中了大量的小规模生产企业，行业逐步形成了极为分散的市场格局。而在混凝土外加剂中，减水剂产品占比超过 6 成，也呈现出明显的行业分散格局。2018 年，我国前十大聚羧酸减水剂生产企业合计市场占比不足 2 成，苏博特作为我国最大的聚羧酸减水剂生产企业，多年来市场占比持续提升，2018 市场占比约为 5.5%。

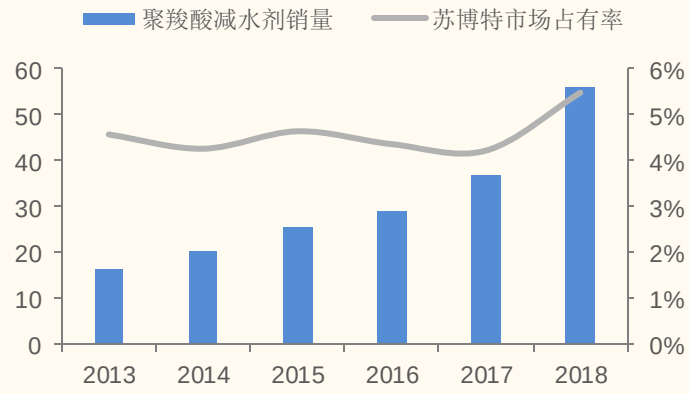
图表 22：我国聚羧酸减水剂消费量变化（万吨）



注：聚羧酸减水剂销量以 20%浓度计算

来源：中国混凝土网，国金证券研究所

图表 23：苏博特聚羧酸减水剂销量（万吨）



注：聚羧酸减水剂销量以 20%浓度计算

来源：中国混凝土网，国金证券研究所

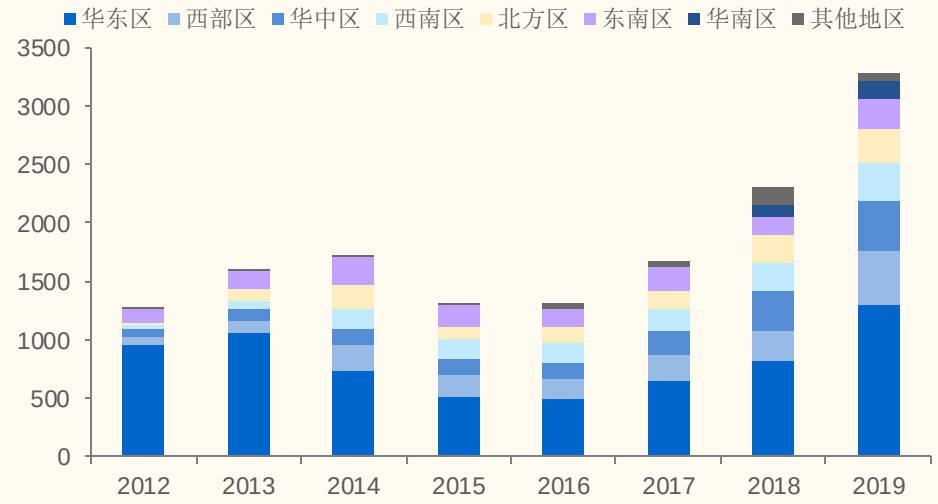
- **添加行业持续整合，市场集中度长期有望逐步提升。**随着我国建筑行业的工程施工要求的不断提升，混凝土添加剂要求不断升级，传统的小规模生产企业难以满足下游的施工需求，发展空间逐步收缩。与此同时，我国持续加大对于化工行业的整治力度，叠加化工生产企业“退城入园”的要求，部分小规模企业不得不渐渐退出行业竞争，同时叠加下游混凝土客户集中度的提升，添加剂行业的市场集中度有望逐步提升。

2.3、多年布局累积经验，差异化定位打造高端盈利空间

- **构建全国销售网络，不断扩展公司发展空间。**公司在江苏省发展起家，在发展早期公司华东区的销售收入约占整体收入的 6 成以上，近年来公司以江苏作为发展大本营，在全国范围内持续布局销售网络，2014 年，公司在

国内各区域的销售网络逐步形成，除华东区域的销售外，国内其他其余的销售量逐步提升，至 2019 年，公司除华东区外，其他市场产品收入占公司总收入的 6 成左右，各大区域占比相对均衡，基本构筑了国内华东、华中、西部等八大销售区域，形成了相对完整的销售网络布局。

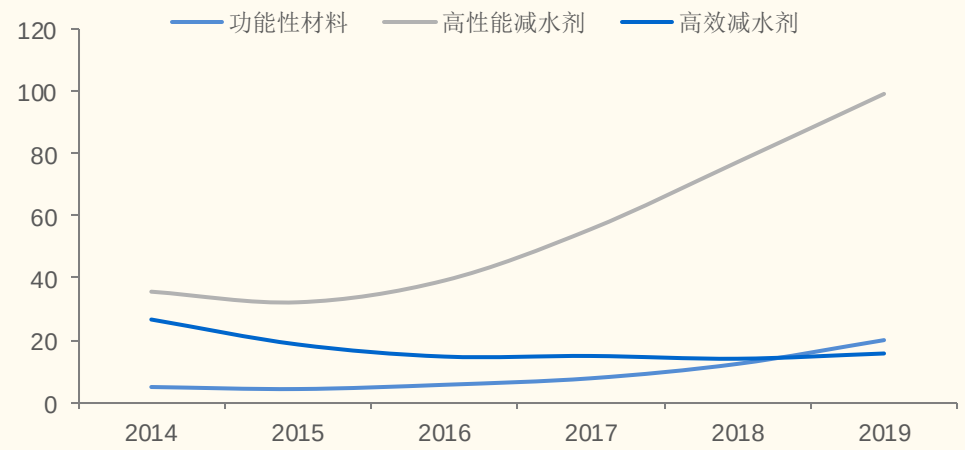
图表 24：公司各区域销售收入（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **多基地迅速反应，贴近市场，加深客户粘性。**受益于全国范围内的网络布局，公司一方面具备多区域贴近市场的能力，根据不同的客户需求，可以调备多基地产品进行区域性发货，在满足区域下游客户的常规市场需求外，具备随同下游客户的重点项目，在不同区域长期合作的基础；同时借助多基地的节点基础，公司的销售网络可以覆盖全国多数重点区域，根据下游客户的需求不同，公司可以及时进行项目跟进和服务响应，在拓展市场的基础上，加深同现有客户的深度合作，增加客户粘性。
- **跟随下游市场格局优化，获取高端产品市场份额。**借助公司的销售网络基础，公司同下游大型全国建筑企业的合作拓展效率将有明显提升；同时依托公司行业领先的研发实力，参与的国家及地方大型重点项目，公司已经逐步在行业内逐步树立良好的产品口碑，具有技术突破能力和产品质量保证，在高技术要求和服务能力等领域多方位服务下游客户，获取高附加值产品带来的高盈利空间。目前公司在各类产品销量持续提升，高性能减水剂销售占比持续提升，同时由于公司具备高性能要求产品的定制研发能力，公司的减水剂产品的销售均价领先于行业，盈利空间亦相对较高。

图表 25：公司各类产品销量变化（万吨）



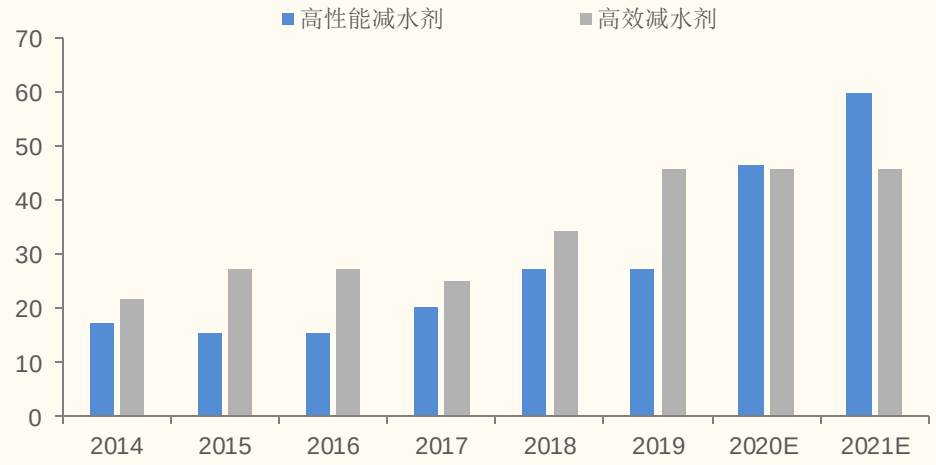
来源：公司公告，国金证券研究所

三、产能扩充持续布局市场，原料价格回落增厚盈利空间

3.1、两大基地产能持续扩充，提升公司发展空间

- **多年持续兴建产能，支撑公司持续扩展。**公司多年来持续进行产能扩建，2019 年公司已经具备 27.4 万吨高性能减水剂合成产能，45.9 万吨的高效减水剂合成产能，通过持续的产能扩充，公司为其市场扩展提供了良好的产能基础。

图表 26：公司减水剂产能变化情况（合成产能，万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 随着公司在各个区域市场持续扩展，公司现阶段的高性能减水剂合成产能开工利用率接近 99%，基本实现了产能的高效利用，未来公司仍将进行产能扩充，预期 2020 年、2021 年将新增高性能减水剂产能 70%、29%，为公司进一步进行市场扩展，提供充足的产能基础。同时通过在四川基地的建设，公司将进一步强化公司在西南、华中区域的市场扩展，结合相对较为充裕的产能基础，将有望进一步调整公司各基地产品供应格局。
- 未来公司有望逐步根据市场扩展情况，实现全国范围进一步完善的生产基地布局，对标现有的销售体系，跟进产品供给，实现全国范围的销售生产网络。

图表 27：公司产能在建项目

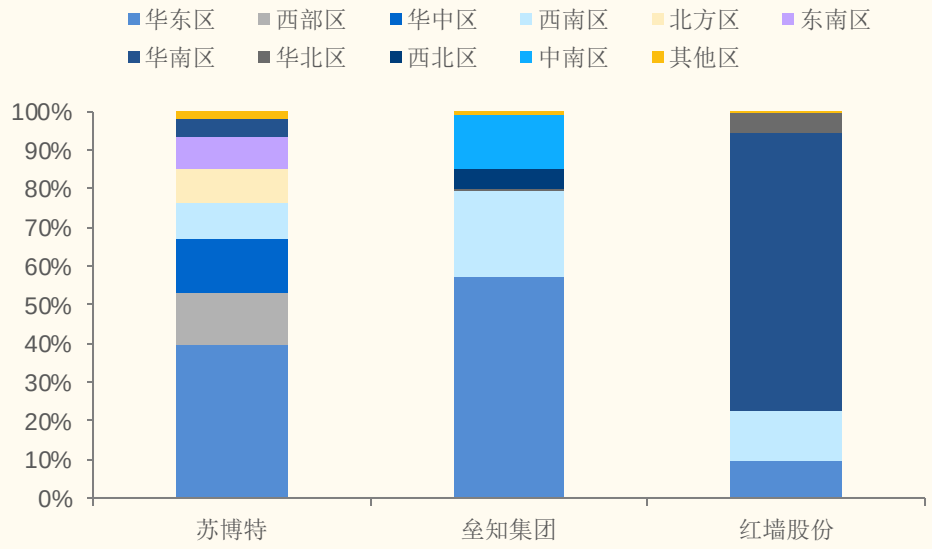
项目	建设内容	投资额	项目选址	建设周期
苏博特新材料产业园项目	10 万吨新型聚羧酸外加剂	15,000 万元	四川大英经济开发区	2 年（预计 2021 年投产）
	1 万吨速凝剂			
	1 万吨功能性水泥基材料生产线和公用设施			
	国家重点实验室和省级工程中心成果转化基地			
年产 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	年产 10 万吨专项聚醚	13,820 万元	江苏泰兴中国精细化工开发园区	1 年（预计 2020 年中投产）
	50 万吨聚羧酸减水剂			
	1.5 万吨丙烯酸羟基酯			
	0.5 万吨液体烯醇钠			

来源：公司公告，国金证券研究所

- **多级基地结合布局，全国区域多点开花。**结合公司减水剂的生产环节，公司采用多级基地的格局，以江苏、四川、天津、南京、新疆等一级基地集中进行母液合成生产，物理复配，为周边市场进行产品供给的同时，供给武汉、中山、昆明等二级基地针对客户需求定制进行产品复配，在提升化工合成规模生产的基础上，依托二级基地进行区域定制生产开发，从而兼

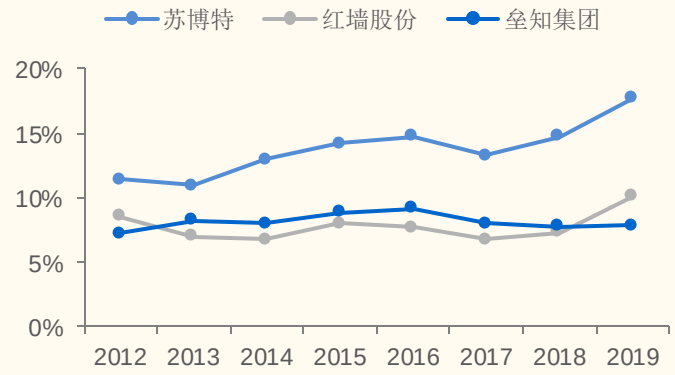
顾规模效应的同时，获取下游客户高附加值的产品空间。通过四川基地的布局，公司有望加强对华中、西南地区的区域布局，通过新项目的产能扩建，有望节约现有产品供货带来较高销售费用。

图表 28：行业内不同公司销售区域分布情况



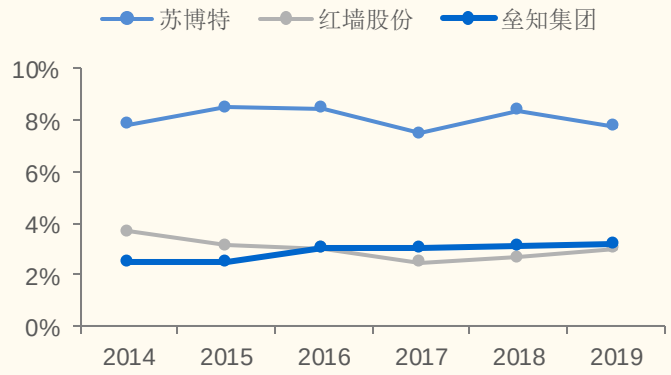
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：行业内公司销售费用占比情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：行业内公司销售运输费用占比情况

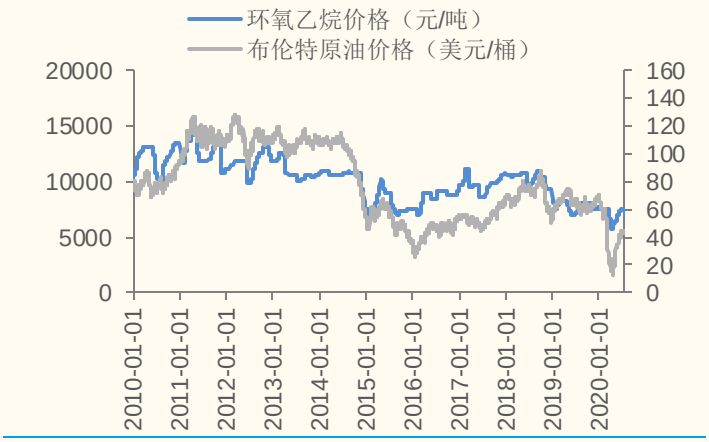


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、原料价格回落，成本回归有望增厚产品盈利空间

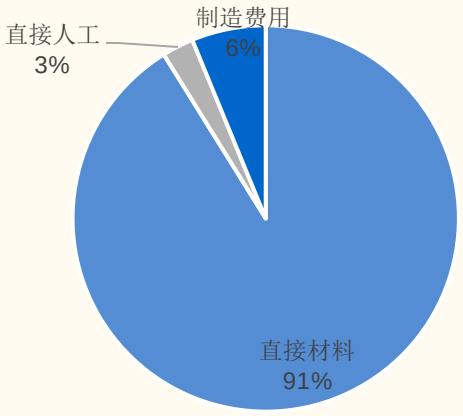
- **原油价格低位运行，生产成本位于相对低位。**公司减水剂生产成本中约有 9 成为原材料成本，而公司主要的产品聚羧酸减水剂以环氧乙烷作为主要原材料，是公司最为主要的采购原料。在我国环氧乙烷主要以石油链的乙烯为主要原料，通过氧化工艺生产环氧乙烷。在环氧乙烷的下游中约有一半用于聚羧酸减水剂生产，近 3 成用于生产表面活性剂。公司经过产品结构升级，以高性能减水剂生产为主，环氧乙烷约占材料成本 7-8 成，是公司主要采购的原材料。
- 一季度由于海内外疫情大幅影响需求，国际原油价格大幅下落，环氧乙烷作为乙烯的延伸产品，虽然下游应用较为集中，但受到油价影响，价格下行，二季度环氧乙烷价格随着原油价格变化小幅回升，但仍然位于历史相对低位。公司布局的高性能减水剂受原材料价格影响相对有限，因而原材料价格低位将部分提升公司产品的盈利水平。

图表 31：环氧乙烷及原油价格变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

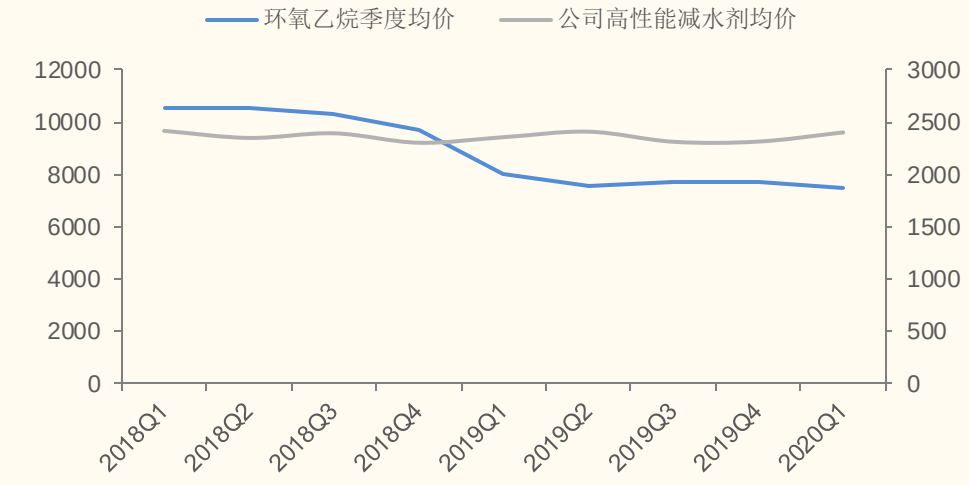
图表 32：外加剂产品生产成本占比



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **生产+服务结合布局，部分定制化产品减弱产品价格下行空间，原料价格低位有望短期提升公司产品盈利空间。**而公司多年来构建的生产+定制服务的销售格局使得公司更为贴近需求终端，依托技术及服务使得公司可以获得相对更高的产品溢价，减水剂产品虽然受到原料影响，但整体波动相对较小，因而受到原油价格低位影响，成本下行有望在短期提升公司整体产品的盈利空间。

图表 33：公司高性能减水剂销售单价同原材料价格变化（元/吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

四、投资建议及盈利预测

4.1、公司作为行业龙头，竞争优势不断凸显

■ **行业需求稳步增长和市场集中度持续提升，公司作为行业龙头将相对收益。**随着我国建筑行业的持续发展，房地产、基建投资稳步发展，对上游原材料的需求稳步提升。而今年在疫情的影响下，国内外经济受到不小的冲击，发展基建是提振经济发展的重要举措之一，因而下游投资提升有望较强支撑上游材料的需求，减水剂行业的需求持续增长。

而长久以来，减水剂行业分散，小规模企业众多，随着国家对环保、安全治理要求的提升，以及下游混凝土行业集中度的提升，减水剂行业中小规模企业有望在长期逐步退出，带动减水剂行业的集中度的提升，公司最为减水剂行业龙头，近年来持续进行产能布局，有望集中收益于行业整合，带动公司市场份额的提升。

- **公司布局定制化产品，全产业链布局，获得相对较高的产品盈利。**多年来持续进行高水平技术研发投入，产品质量和技术水平行业领先，在高要求的工程类项目中的竞争优势较为凸显，能够获取更高的技术服务溢价；公司在全国多区域进行布局，基本已经构建了相对全面的销售网络，实现了多区域的协调发展，随着公司在各大区域生产基地的进一步完善，公司将有望进一步加深在行业中的竞争优势，构建规模和品牌优势；同时依托聚醚、母液、成品的长链条布局，公司在节约成本的同时亦能保证专项产品生产要求，维持良好的盈利水平。
- 综合来看，公司作为行业龙头，有望充分收益于下游需求的增长和行业长期集中度的提升，同时公司的产业链及技术服务优势可以助力公司获得高于行业水平的产品盈利，维持较高的盈利水平。未来伴随着公司全国产能布局的进一步完善，公司的发展空间还有望进一步提升。

4.2、盈利预测

- 目前高性能减水剂是行业主要的应用产品，2020 年公司江苏泰州基地将投产，2021 年公司四川大英基地将投产，为公司提供充足的产能保障。而行业受到下游基建等投资需求的带动，需求持续提升，公司作为行业龙头，公司持续加大扩展市场份额，产品增速将高于行业水平，预期公司 2020-2022 年的高性能减水剂的产品销量增速为 20.3%、35.4%、22.7%。公司功能性材料产能相对充足，产品稳步发展为主，预期 2020-2022 年功能性材料的销量增速 25.3%、20%、20%。其他产品基本保持稳定发展。
- 2020 年受到疫情及原油价格的影响，公司上游原料价格下降较为明显，公司的工程类产品的长单盈利空间将有提升，带动今年公司高性能减水剂毛利率增长，其后预期原材料价格将有望逐步回升，产品的盈利水平预期将逐步回归。其他产品盈利水平基本保持稳定。
- 预测公司 2020-2022 年，营业收入分别为 38.35 亿、48.48 亿、57.73 亿元，归母净利润为 4.67 亿、5.75 亿、6.91 亿元，EPS 分别为 1.50、1.85、2.22 元。

图表 34：公司未来 3 年产品盈利预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高性能减水剂						
单价（元/吨）	6758	8142	8612	8400	8200	8100
母液销量（吨）	18.3	22.4	27.0	32.5	44.0	54.0
营业收入（百万元）	1240	1820	2327	2730	3608	4374
营业利润（百万元）	483	709	1151	1406	1786	2121
毛利率	39.0%	39.0%	49.5%	51.5%	49.5%	48.5%
高效减水剂						
单价（元/吨）	3471	2209	3188	3000	3000	3000
母液销量（吨）	8.5	11.2	8.9	8.5	8.5	8.5
营业收入（百万元）	296	248	282	255	255	255
营业利润（百万元）	73	62	81	69	69	69
毛利率	24.6%	25.1%	28.8%	27.0%	27.0%	27.0%
功能性材料						
单价（元/吨）	1813	1972	1837	1900	1900	1900
销量（吨）	8	12	20	25	30	36
营业收入（百万元）	139	243	367	475	570	684
营业利润（百万元）	72	92	140	181	217	260
毛利率	51.3%	38.0%	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%
其他						
营业收入（百万元）	4	4	331	375	415	460

营业利润（百万元）	4	2	130	150	166	184
毛利率	93%	44%	39%	40%	40%	40%
总计						
营业收入（百万元）	1680	2316	3307	3835	4848	5773
营业利润（百万元）	632	866	1503	1805	2237	2634
毛利率	37.6%	37.4%	45.4%	47.1%	46.2%	45.6%

来源：Wind，国金证券研究所

- 综合行业的整体估值来看，2020 年可比公司行业平均 PE 为 22.21 倍，公司为行业龙头，市场份额领先，同时产品盈利较高，给予公司 22 倍估值，2020 年对应目标价 33 元，给予“增持”评级

图表 35：同行业估值情况对比

公司	代码	当前股价	市值（亿元）	PB	EPS			PE		
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
红墙股份	002809.SZ	13.43	27.40	2.32	0.80	0.99	1.21	16.78	13.57	11.14
垒知集团	002398.SZ	9.85	68.21	2.37	0.74	0.94	1.17	13.35	10.48	8.42
东方雨虹	002271.SZ	51.00	800.59	7.06	1.81	2.19	2.75	28.20	23.27	18.56
凯伦股份	300715.SZ	41.75	71.35	6.57	1.37	2.13	3.15	30.49	19.59	13.24
行业平均								22.21	16.73	12.84

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **行业竞争激烈带动盈利空间降低风险：**由于基建类的工程项目的产品技术水平要求较高，产品溢价较高，若行业内其他企业低价抢占市场，可能会带来产品盈利水平降低的风险；
- **下游基建及房地产建设不达预期风险：**若下游基建投资增速不大预期，将影响行业中高盈利空间的产品需求，从而影响公司的客户订单和产品的盈利空间。
- **行业小规模企业退出不达预期风险：**随着行业治理的逐步深入，小规模企业将逐步退出市场，行业集中度提升，若行业整合推迟，将影响龙头企业的市场扩展进程。
- **原材料价格波动风险：**公司的产品原料为大宗石化产品，受到上游原油价格变动影响较大，若原油价格大幅提升，将影响公司长期订单的产品盈利能力。
- **限售股解禁风险：**2020 年 11 月，公司将有 1.75 亿限售股解禁，占总股本的 56.36%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,680**	**2,316**	**3,307**	**3,835**	**4,848**	**5,773**
增长率		37.9%	42.8%	16.0%	26.4%	19.1%
主营业务成本	-1,048	-1,450	-1,804	-2,030	-2,611	-3,139
%销售收入	62.4%	62.6%	54.6%	52.9%	53.8%	54.4%
毛利	632	866	1,503	1,805	2,237	2,634
%销售收入	37.6%	37.4%	45.4%	47.1%	46.2%	45.6%
营业税金及附加	-18	-22	-31	-36	-46	-54
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-223	-342	-586	-690	-848	-981
%销售收入	13.3%	14.8%	17.7%	18.0%	17.5%	17.0%
管理费用	-204	-134	-186	-219	-276	-329
%销售收入	12.2%	5.8%	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%
研发费用	0	-119	-171	-199	-252	-300
%销售收入	0.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
息税前利润（EBIT）	186	249	528	661	815	969
%销售收入	11.1%	10.8%	16.0%	17.2%	16.8%	16.8%
财务费用	-43	-34	-58	-47	-68	-76
%销售收入	2.5%	1.5%	1.8%	1.2%	1.4%	1.3%
资产减值损失	-9	-35	-30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	165	209	464	614	747	893
营业利润率	9.8%	9.0%	14.0%	16.0%	15.4%	15.5%
营业外收支	0	122	-3	0	0	0
税前利润	165	331	460	614	747	893
利润率	9.8%	14.3%	13.9%	16.0%	15.4%	15.5%
所得税	-30	-61	-76	-104	-126	-150
所得税率	18.1%	18.5%	16.6%	17.0%	16.8%	16.8%
净利润	135	270	384	510	622	743
少数股东损益	1	1	30	42	47	52
归属于母公司的净利润	**134**	**268**	**354**	**467**	**575**	**691**
净利率	8.0%	11.6%	10.7%	12.2%	11.9%	12.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	135	270	384	510	622	743
少数股东损益	1	1	30	42	47	52
非现金支出	67	112	114	128	154	187
非经营收益	46	19	48	59	77	86
营运资金变动	-369	-499	-157	-560	-623	-434
经营活动现金净流	**-121**	**-98**	**389**	**136**	**229**	**581**
资本开支	-51	-47	-222	-530	-272	-424
投资	0	1	-1	0	0	0
其他	0	0	28	0	0	0
投资活动现金净流	**-51**	**-46**	**-194**	**-530**	**-272**	**-424**
股权募资	641	47	11	160	-160	0
债权募资	-452	325	51	819	229	221
其他	-45	-117	-131	-147	-170	-179
筹资活动现金净流	**144**	**255**	**-69**	**1,232**	**-121**	**-60**
现金净流量	**-28**	**111**	**126**	**447**	**-150**	**201**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	145	249	507	945	801	1,001
应收款项	1,243	1,692	2,440	2,634	3,330	3,907
存货	132	201	187	234	286	344
其他流动资产	47	118	101	121	153	180
流动资产	1,566	2,261	3,235	3,934	4,569	5,432
%总资产	57.3%	64.0%	64.6%	64.5%	66.6%	68.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	878	975	1,285	1,671	1,781	2,008
%总资产	32.1%	27.6%	25.7%	27.4%	26.0%	25.2%
无形资产	212	215	390	398	407	417
非流动资产	1,167	1,274	1,773	2,169	2,288	2,525
%总资产	42.7%	36.0%	35.4%	35.5%	33.4%	31.7%
资产总计	**2,733**	**3,535**	**5,008**	**6,104**	**6,857**	**7,957**
短期借款	500	825	870	1,167	1,399	1,619
应付款项	246	436	970	822	938	1,109
其他流动负债	62	127	417	267	306	365
流动负债	808	1,389	2,257	2,255	2,644	3,093
长期贷款	0	0	26	25	22	23
其他长期负债	44	53	96	619	619	619
负债	852	1,441	2,380	2,899	3,285	3,735
普通股股东权益	1,874	2,085	2,391	2,925	3,247	3,844
其中：股本	304	309	311	311	311	311
未分配利润	496	690	911	1,285	1,766	2,364
少数股东权益	7	9	237	279	326	378
负债股东权益合计	**2,733**	**3,535**	**5,008**	**6,104**	**6,857**	**7,957**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.440	0.868	1.141	1.504	1.850	2.224
每股净资产	6.165	6.741	7.698	9.418	10.452	12.376
每股经营现金净流	-0.399	-0.316	1.251	0.439	0.736	1.871
每股股利	0.200	0.240	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	7.14%	12.87%	14.82%	15.97%	17.70%	17.97%
总资产收益率	4.90%	7.59%	7.08%	7.65%	8.38%	8.68%
投入资本收益率	6.41%	6.95%	12.50%	11.15%	12.29%	12.62%
增长率						
主营业务收入增长率	27.84%	37.88%	42.78%	15.98%	26.41%	19.08%
EBIT增长率	1.72%	33.73%	112.0%	25.14%	23.31%	18.92%
净利润增长率	0.64%	100.61%	32.01%	31.84%	23.02%	20.19%
总资产增长率	16.03%	29.34%	41.67%	21.89%	12.35%	16.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	206.2	178.5	169.8	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	37.4	41.9	39.2	42.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	60.7	24.7	27.7	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	142.2	145.6	131.1	126.0	115.4	114.5
偿债能力						
净负债/股东权益	18.87%	27.50%	14.83%	24.04%	32.02%	27.60%
EBIT利息保障倍数	4.4	7.3	9.0	11.4	9.5	10.4
资产负债率	31.18%	40.77%	47.52%	48.16%	48.86%	47.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH